

消费“软着陆”，等待物价“软着陆”

民生精品---宏观经济报告

2011年5月12日

报告摘要:

● 需求增速接近“软着陆”

4月汽车和商品房销售双双负增长，消费增速比3月回落，前4个月消费实际增速回落到2005年以来的最低水平，消费增速已经“软着陆”。出口增速自去年四季度以来趋于稳定。投资增速一年来比较稳定，4月比3月回升，房地产投资增速仍然较高。房地产投资增速“软着陆”将使需求增速“软着陆”。

● 物价仍然居高不下

4月CPI同比上涨5.3%，新涨价因素与上月持平，环比上涨0.1%，非食品价格上涨0.4%，通胀压力仍然较大。5月蔬菜价格下跌空间有限，猪肉价格同比涨幅仍将扩大，食品价格将居高不下，另外，居住价格和非食品价格将居高不下，5月CPI仍然较高。

● 信贷增多不利于物价“软着陆”

当前通胀预期逐渐减弱，物价回落的因素逐渐增多，物价回落拐点即将到来。4月人民币新增贷款7396亿元，是历史上第10个贷款数量较多的月份。2008年底以来连续二年的货币超发是本轮通胀的重要原因，连续信贷高投放显然不利于控通胀。本轮物价回落的顺序是商品房销售负增长，商品房投资增速回落，高耗能产品生产回落，非食品价格回落，物价回落。

民生证券研究所

郝大明 宏观分析师
执业证号：S0100210110001
电话：(8610)85127658
邮箱：haodaming@mszq.com

联系人：张磊
电话：(8610)85127662
邮箱：zhanglei_yj@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街28号
民生金融中心A座16层100005

相关研究

- 1.《四周期综合分析：二季度GDP增速回落》2011.4.25
- 2.《迟到的菜价大跌与迟到的物价回落拐点》2011.4.25
- 3.《通胀预期正在改变》2011.5.9

目 录

一、需求增速接近“软着陆”	3
(一) 消费已经“软着陆”	3
(二) 出口增速稳定	5
(三) 投资增速趋于稳定	5
(四) 工业生产增速回落	7
二、CPI 仍处高位	8
三、信贷增多不利于物价“软着陆”	10
插图目录	11
表格目录	11

从4月份国民经济主要指标运行情况看，汽车销售和商品房销售双双负增长，消费需求增速回落，出口和投资增速稳定，需求增速已经接近“软着陆”，但人民币新增贷款增加较多，PPI和非食品价格环比上涨，通胀压力仍然较大，物价有待“软着陆”。宏观调控成效初现，但信贷增多不利于抑制通胀，调控工具选择和调控力度还需要加强灵活性与针对性。

一、需求增速接近“软着陆”

今年4月，受汽车销售和商品房销售双双负增长影响，消费增速回落到较低水平，已经实现“软着陆”；出口实际增速高于一季度，基本与去年四季度持平，投资增速高于一季度和去年四季度，但非房地产增速处于较低水平。因此，除房地产投资和出口外，需求已经“软着陆”。

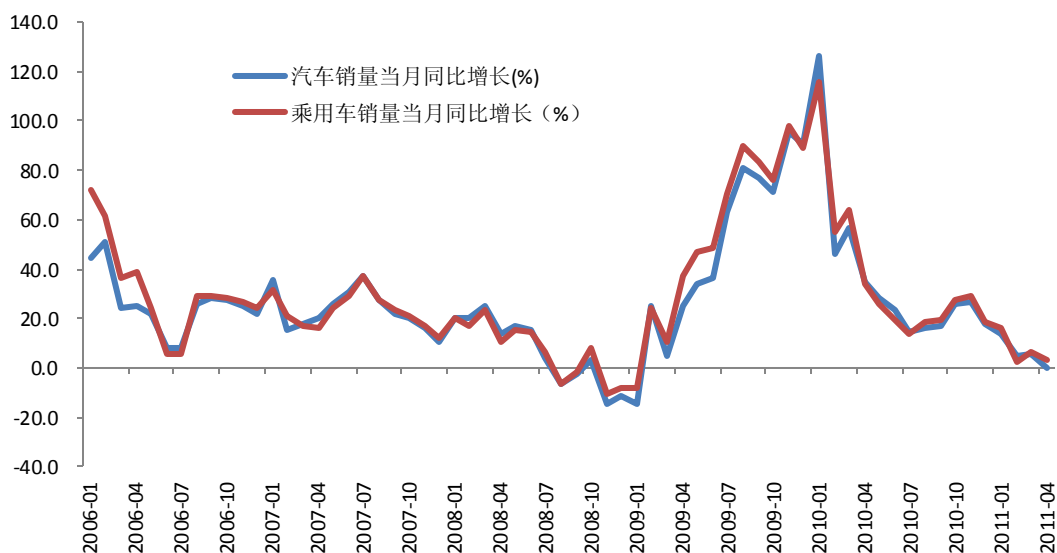
（一）消费已经“软着陆”

1、汽车销售同比负增长

今年4月，国内汽车销售155.20万辆，与3月相比，下降15.12%，与去年3月相比，下降0.25%。

今年1~4月，汽车产销分别完成643.11万辆和653.39万辆，同比分别增长5.09%和5.95%，增幅比去年同期分别下降58.71和54.56个百分点。

图 1：4 月汽车销售负增长



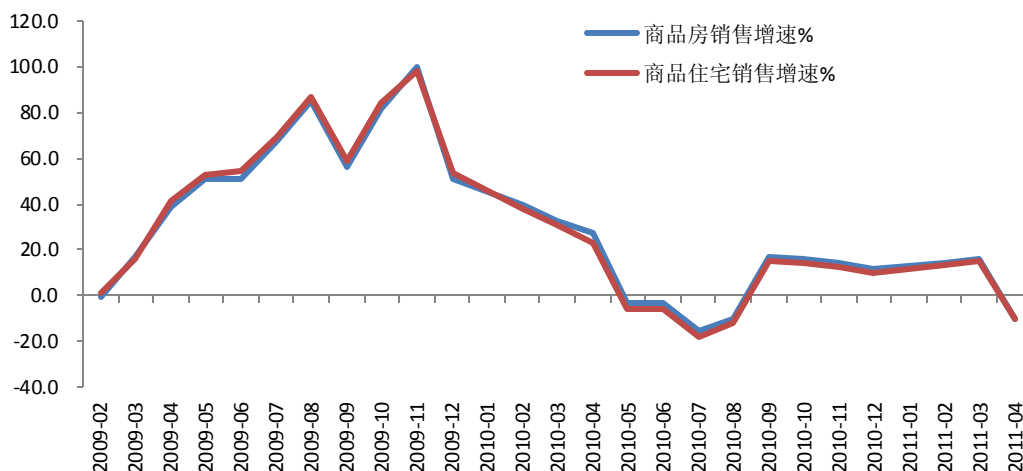
资料来源：Wind，民生证券研究所

2、商品房销售同比负增长

今年4月，商品房销售7255万平方米，与3月相比，下降23.6%，同比下降9.9%。

1-4月份，全国商品房销售面积24898万平方米，同比增长6.3%，同比回落26.5个百分点。

图 2：4 月商品房销售负增长

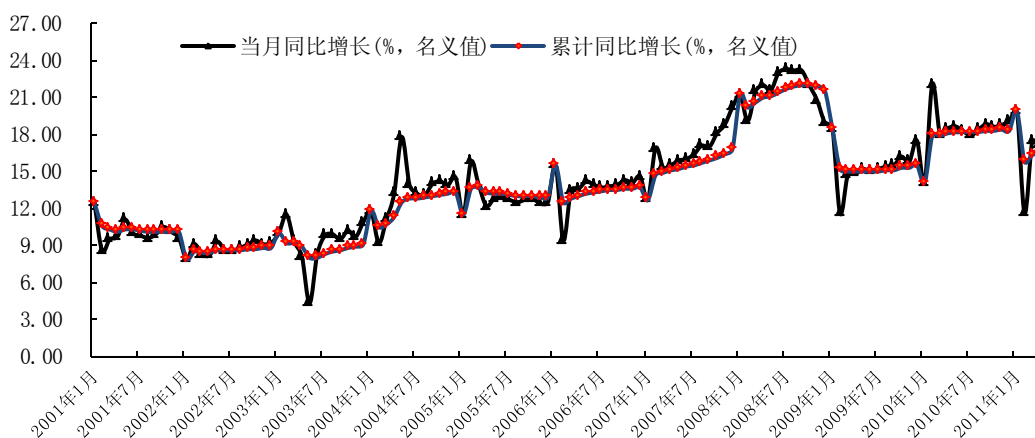


资料来源：Wind，民生证券研究所

3、消费增速回落

4月份，社会消费品零售总额13649亿元，同比增长17.1%，比3月份回落0.3个百分点。前4个月消费56571亿元，增长16.5%，同比回落1.6个百分点。

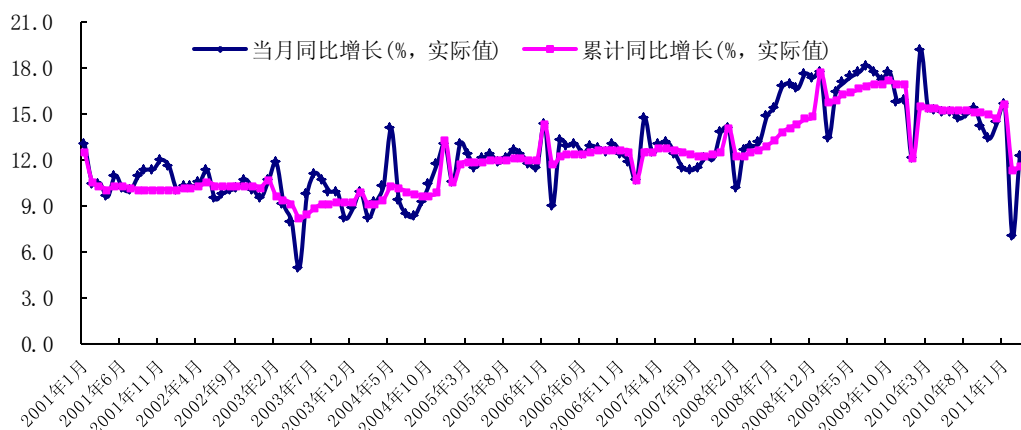
图 3：4 月消费同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究所

扣除物价上涨因素，4月消费实际增长12.0%，比上月回落0.3个百分点，同比回落3.3个百分点，低于2005-2007年平均水平。扣除物价上涨因素，前4个月消费实际增长11.7%，同比回落3.7个百分点，是2005年以来的最低水平。

图 4: 4 月消费增速回落



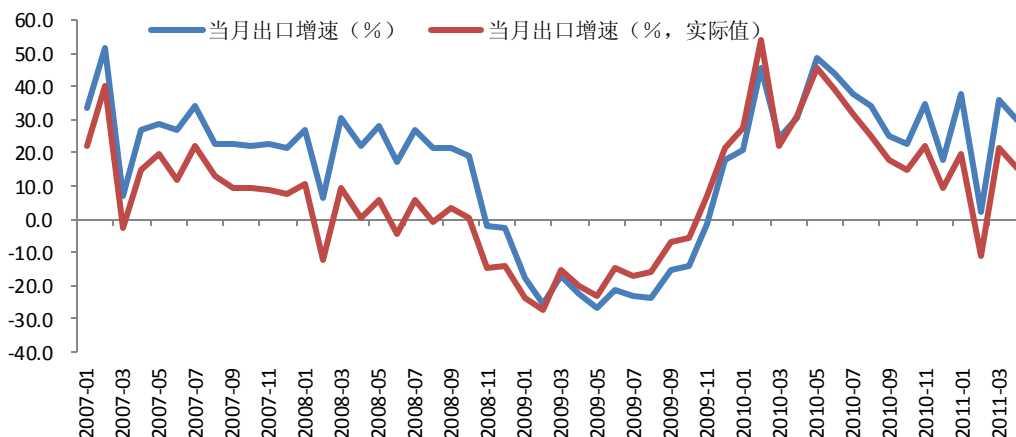
资料来源: Wind, 民生证券研究所

（二）出口增速稳定

4 月我国出口 1557 亿美元，创历史新高，同比增长 29.9%，比上月回落 5.9 个百分点，同比回落 0.5 个百分点。

剔除汇率和价格上涨因素，4 月出口实际增长 15.6%，比上月回落 5.9 个百分点，同比回落 15.6 个百分点。

图 5: 4 月出口同比增速比 3 月回落



资料来源: Wind, 民生证券研究所

今年 4 月出口实际增速低于 3 月，但明显高于今年一季度（9.6%），与去年四季度基本持平（15.2%），大幅低于去年前三季度。因此，今年 4 月出口比较旺盛，增速也较高。

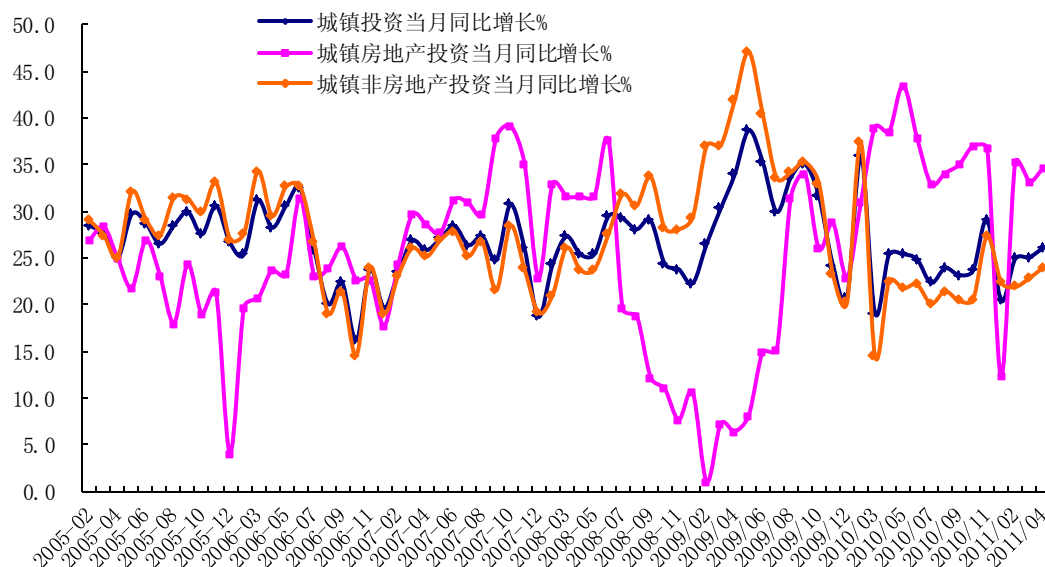
（三）投资增速趋于稳定

1、名义增速稳定

1-4 月份，固定资产投资（不含农户）62716 亿元，同比增长 25.4%，比 1-3 月份加快

0.4 个百分点，同比回落 0.7 个百分点。其中，4 月投资同比增长 26.1%，比 3 月提高 1.0 个百分点，同比提高 0.7 个百分点。从名义增速看，投资增速趋于稳定。

图 6: 4 月投资增速有所回升



资料来源: Wind, 民生证券研究所

1-4 月份，房地产投资同比增长 34.3%，比 1-3 月份加快 0.2 个百分点，同比回落 1.9 个百分点。其中，4 月房地产投资同比增长 34.6%，比 3 月提高 1.4 个百分点，同比回落 3.9 个百分点。

1-4 月份，非房地产投资同比增长 23.0%，同比回落 0.6 个百分点，4 月非房地产投资同比增长 24.0%，同比提高 1.5 个百分点。

2、实际增速趋于稳定

今年 4 月投资实际增长 18.4%，比 3 月提高 0.9 个百分点，比去年 4 月回落 2.6 个百分点；房地产投资实际增长 26.4%，比 3 月提高 1.3 个百分点，比去年 4 月回落 7.3 个百分点；非房地产投资增长 16.4%，比 3 月提高 1.1 个百分点，比去年 4 月回落 1.8 个百分点。自 2010 年以来，房地产投资实际增速缓慢回落，非房地产投资实际增速保持稳定，总投资实际增速缓慢回落。但实际增速明显低于名义增速，今年 4 月，总投资实际增速比名义增速低 7.7 个百分点，房地产投资增速比名义增速低 8.2 个百分点，非房地产投资增速低 7.6 个百分点。

表 1: 投资实际增速低于名义增速

	名义增速%			实际增速%			实际投资%-名义增速%		
	总投资	房地产投资	非房地产投资	总投资	房地产投资	非房地产投资	总投资	房地产投资	非房地产投资
2010/02	35.9	31.1	37.4	33.4	28.6	34.8	-2.5	-2.4	-2.6
2010/03	19.1	39.0	14.5	16.9	36.4	12.4	-2.2	-2.6	-2.1
2010/04	25.4	38.5	22.5	21.0	33.7	18.3	-4.4	-4.8	-4.3
2010/05	25.4	43.5	21.7	21.1	38.5	17.5	-4.4	-5.0	-4.2
2010/06	24.9	37.9	22.2	20.5	33.1	17.9	-4.3	-4.8	-4.2
2010/07	22.3	33.0	20.1	18.2	28.5	16.1	-4.1	-4.5	-4.1
2010/08	23.9	34.1	21.4	19.7	29.6	17.3	-4.2	-4.5	-4.1
2010/09	23.2	35.0	20.4	19.0	30.4	16.3	-4.2	-4.6	-4.1
2010/10	23.7	37.0	20.6	17.4	30.0	14.4	-6.3	-7.0	-6.2
2010/11	29.1	36.7	27.3	22.5	29.7	20.8	-6.6	-7.0	-6.5
2010/12	20.4	12.3	22.4	14.3	6.5	16.1	-6.2	-5.8	-6.3
2011/02	24.9	35.2	21.9	17.3	27.0	14.5	-7.6	-8.3	-7.4
2011/03	25.1	33.2	22.8	17.5	25.1	15.3	-7.6	-8.1	-7.5
2011/04	26.1	34.6	24.0	18.4	26.4	16.4	-7.7	-8.2	-7.6

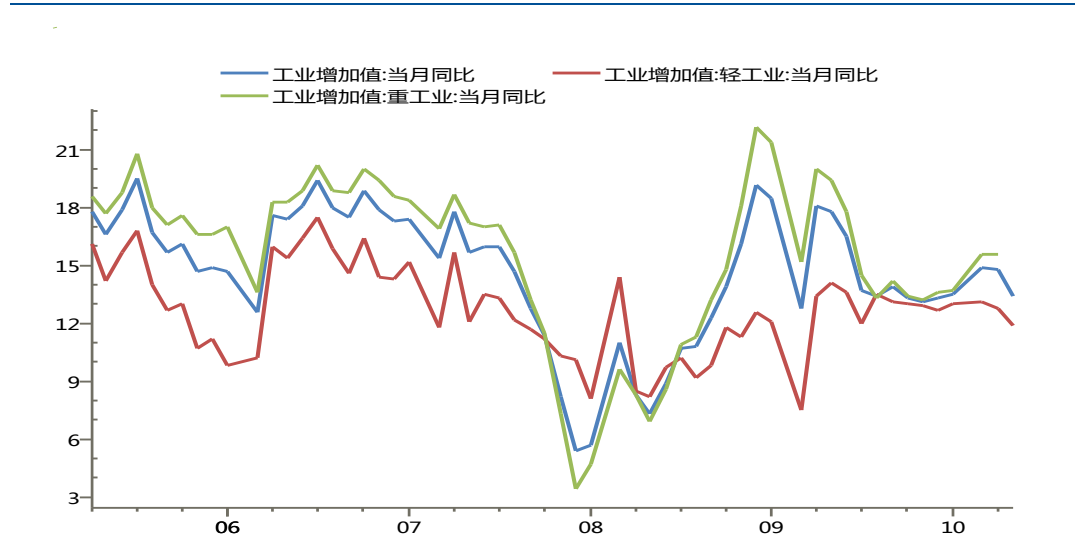
资料来源: Wind, 民生证券研究所

(四) 工业生产增速回落

4 月工业增加值同比增长 13.4%，比 3 月回落 1.4 个百分点，1-4 月份，规模以上工业增加值同比增长 14.2%，比 1-3 月份回落 0.2 个百分点。

分轻重工业看，4 月份，重工业增长 14.0%，比 3 月回落 1.6 个百分点，轻工业增长 11.9%，比上月回落 0.9 个百分点。

图 7: 4 月轻重工业增加值增速双双回落



资料来源: Wind, 民生证券研究所

尽管重工业增速回落较快，但生铁和水泥等高耗能产品产量增长仍较快，发电量增速比一季度回落，这是当前电荒的重要原因。

表 2: 4 月主要工业产品产量

产品名称	当月产量	当月增长 (%)	累计产量	累计增长 (%)
天然原油 (万吨)	1696	4.4	6832	6.1
发电量 (亿千瓦时)	3664	11.7	14305	12.6
生铁 (万吨)	5497	7.7	21427	7.3
粗钢 (万吨)	5903	7.1	22971	8.3
钢材 (万吨)	7315	8.3	28067	12.6
水泥 (万吨)	18556	22.4	55459	19.6
汽车 (万辆)	157	-1.6	663	6.9
轿车 (万辆)	81.3	0.7	347	7.5

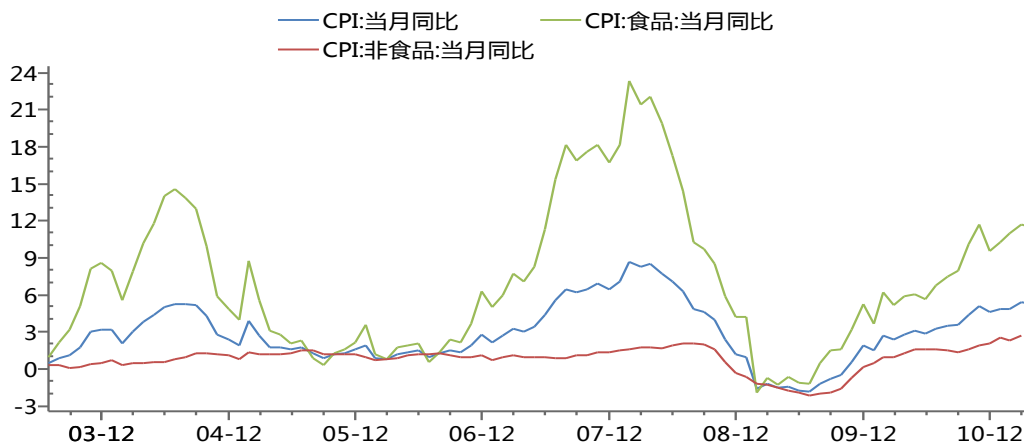
资料来源: Wind, 民生证券研究所

综上所述, 今年4月与3月相比, 消费和出口增速回落, 投资增速小幅回升, 工业生产增速回落, 房地产投资增速仍处于高位; 从历史比较看, 消费增速处于低位, 出口和非房地产投资增速适中, 房地产投资增速仍然较高。

二、CPI 仍处高位

4月居民消费价格同比上涨5.3%, 涨幅比3月份回落0.1个百分点。其中, 非食品价格上涨2.7%, 与上月持平; 食品价格同比上涨11.5%, 比上月低0.2个百分点。

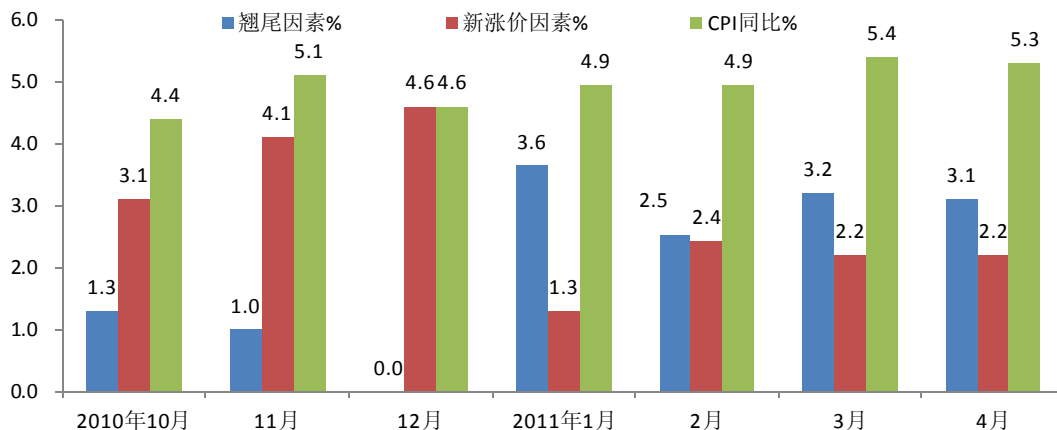
图 8: 4 月物价仍然较高



资料来源: Wind, 民生证券研究所

4月新涨价因素为2.2, 与上月持平, 翘尾因素为3.1, 比上月小0.1。

图 9：4 月新涨价因素与 3 月持平

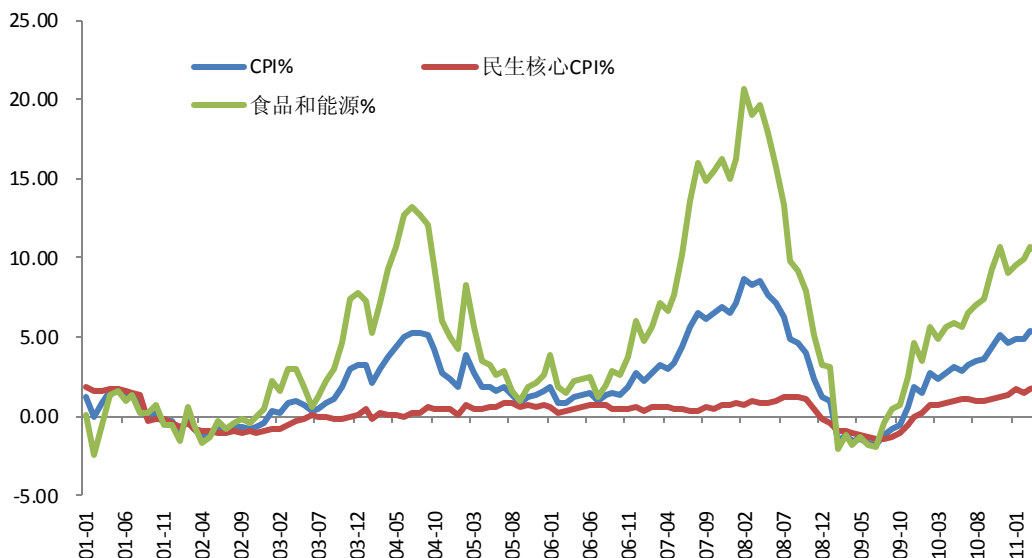


资料来源：Wind，民生证券研究所

4 月 CPI 在蔬菜价格大幅下跌 11.2% 的情况仍居高不下，主要原因是 3 月和 4 月食品价格环比下跌幅度较小，4 月猪肉价格同比涨幅较高，导致 4 月食品价格同比涨幅较高。

4 月烟酒、衣着、家庭设备、交通价格同比涨幅扩大，核心 CPI 达到 1.88%，超过上月 0.13 个百分点，创 2001 年以来新高。

图 10：4 月核心 CPI 创新高



资料来源：Wind，民生证券研究所

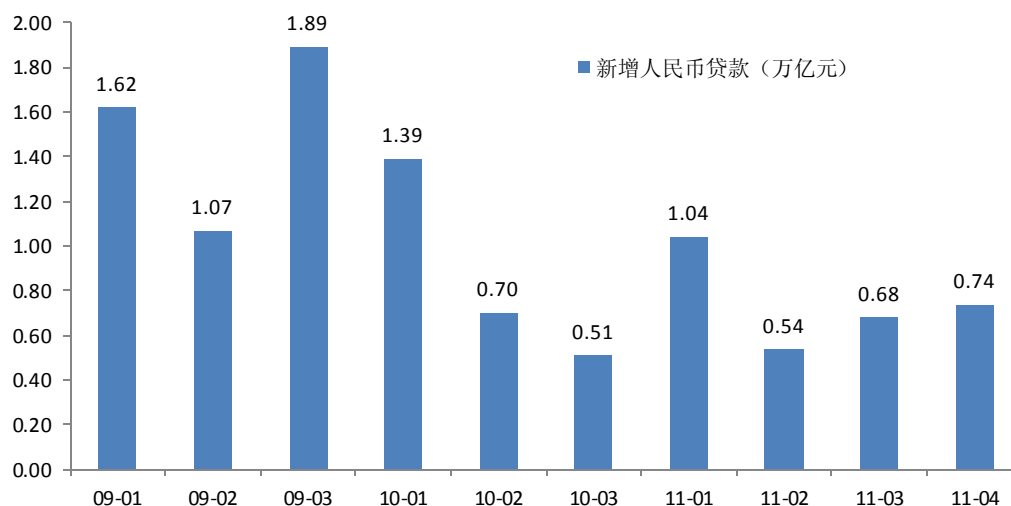
5 月通胀压力依然较大，一是蔬菜价格继续下跌的空间较小，猪肉价格同比涨幅扩大的可能性较大，食品价格仍然居高不下，二是商品房价格高企，房租价格依然较高，受电荒影响能源价格下跌可能性极小，居住价格仍然较高，非食品价格居高不下。

三、信贷增多不利于物价“软着陆”

在5月9日《通胀预期正在改变》报告中，我们列举了近期通胀预期改变的许多证据，如温家宝总理首提降房价，4月商务部监测的蔬菜价格暴跌，5月第一周国际大宗商品价格暴跌，联合利华散布涨价信息受到严厉处罚，4月PMI购进价格指数回落，需求放缓影响显现，等等，因此，当前通胀预期逐渐减弱，物价回落的因素逐渐增多，物价回落拐点即将到来。

但4月新增信贷较多无疑不利于控通胀。4月人民币新增贷款7396亿元，是历史上第10个贷款数量较多的月份。2008年底以来连续二年的货币超发是本轮通胀的重要原因，3月新增人民币贷款6800亿元，连续信贷高投放显然不利于控通胀。

图 11：4 月新增信贷较多



资料来源：Wind，民生证券研究所

插图目录

图 1: 4月汽车销售负增长	3
图 2: 4月商品房销售负增长.....	4
图 3: 4月消费同比增速.....	4
图 4: 4月消费增速回落.....	5
图 5: 4月出口同比增速比3月回落	5
图 6: 4月投资增速有所回升.....	6
图 7: 4月轻重工业增加值增速双双回落.....	7
图 8: 4月物价仍然较高.....	8
图 9: 4月新涨价因素与3月持平	9
图 10: 4月核心 CPI 创新高.....	9
图 11: 4月新增信贷较多	10

表格目录

表 1: 投资实际增速低于名义增速.....	7
表 2: 4月主要工业产品产量.....	8

分析师与联系人简介

郝大明，宏观经济分析师。本科毕业于厦门大学统计学专业，硕士毕业于山东大学财政学专业，博士毕业于首都经济贸易大学劳动经济学专业。先在政府统计机构工作9年，有丰富的工业统计和GDP核算工作经验，后从事宏观经济研究预测工作3年。精于数据分析，擅长实证研究。2010年加盟民生证券，主要从事经济增长和物价等主要宏观经济指标的跟踪预测，对宏观经济主要运行趋势有比较准确的把握。

张磊，宏观经济分析师，毕业于暨南大学金融学专业，经济学博士，对外经济贸易大学金融学博士后。2010年加入民生证券，对宏观经济、金融运行规律有深入的理解和把握，注重宏观经济基本面分析，通过发掘经济变量波动的内在逻辑判断宏观经济走势，专于海外经济研究。

分析师承诺

作者具有我国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。